

# Von Standards zum Recht – auf dem Weg zu einer Regulierung der Ratingagenturen in Europa und den USA

Von Prof. Dr. Thomas M.J. Möllers, Augsburg

*Zu den verschiedenen Ursachen der aktuellen Finanzkrise gehören strukturierte Finanzprodukte (toxic papers) die aufgrund sehr guter Ratings weltweit von zahlreichen Banken erworben wurden. Inzwischen gesteht man den Marktteilnehmern nicht mehr zu, eigene Standards zu setzen, sondern beginnt die Finanzmärkte deutlich zu regulieren. Die jüngste Regulierungsmaßnahmen der Ratingagenturen bilden ein anschauliches Beispiel, wie der europäische und US-amerikanische Gesetzgeber versuchen, mit den Instrumentarien des Kapitalmarktrechts eine effektive Kontrolle zu erreichen – die Ergebnisse sind aber gemischt.*

## I. Die Instrumente des Kapitalmarktrechts und die Finanzkrise

Eine stärkere Regulierung der Finanzbranche hatten jüngst Bundeskanzlerin *Merkel* und der französische Präsident *Sarkozy* auf dem Weltfinanzgipfel der G 20 in London durchgesetzt. Dies wurde zum Teil als historisches Datum gefeiert; andere blieben skeptischer, weil allgemeine Beschlüsse noch kein konkretes Gesetzeswerk ersetzen. Aus dem Blickfeld gerät, dass in den letzten Monaten bereits umfassend die Regulierung von Ratingagenturen vorangetrieben wurde. Die Entwicklung ist auch deshalb von Bedeutung, weil der Gesetzgeber nun schnell handelt und es nicht mehr privaten Organisationen überlässt, ihre Standards selbst zu entwickeln. Diese neuen Regelwerke auf internationaler, US-amerikanischer und europäischer Ebene gehen deutlich über das bisherige Recht hinaus. Sind diese neuen gesetzlichen Regelungen nun der erhoffte gewichtige Baustein einer neuen Finanzmarktarchitektur – oder handelt es eher nur um gesetzgeberischen Aktivismus?

### 1. Der Hintergrund der Finanzmarktkrise

Die Finanzkrise hat mehrere Ursachen: Viele Kreditinstitute haben die üblichen Standards für eine sorgfältige Kreditgewährung außer Acht gelassen. Kredite ohne Einkommennachweis waren in den USA keine Seltenheit. Hypothekenfinanzierer erfanden immer exotischere Kreditvarianten wie etwa Kredite mit tilgungsfreien Zeiten. Investmentbanken sammelten die Einzelkredite, bündelten sie und verkauften sie als anleiheähnliche, sog. strukturierte Finanzprodukte wie mortgage-backed-securities (MBS), Subprime-Hypothekendarlehen (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) oder neu verpackt als Collateralised Debt Obligations (CDO) an Investoren in der ganzen Welt. Da die Risiken sehr schnell aus den Bankbilanzen verschwanden, hatten die Kreditinstitute wenig Anreiz, bei der Kreditvergabe strenge Anforderungen an die Bonität der Kunden zu stellen.<sup>1</sup>

---

\* Schriftliche Fassung eines Vortrages, den der *Verf.* an den Universitäten George Washington, Chicago Kent und Johannesburg gehalten wurde; eine ausführlichere, englische Fassung erscheint demnächst.

Welche Rolle spielten nun die Ratingagenturen? Ratingagenturen sind bei einer Finanzmarkttransaktion außenstehende Dritte. Sie wollen zwischen den Parteien bestehende Informationsasymmetrien überwinden. Als sog. Informationsintermediäre stellen sie dem Investor Informationen günstiger zur Verfügung, als wenn er sie selbst erheben müsste.<sup>2</sup> Ratingagenturen beurteilen das Ausfallrisiko des Finanzproduktes des Schuldners nach bestimmten standardisierten Kategorien. Bis heute dominieren weltweit zwei Ratingagenturen den Markt; *Standard & Poor's* and *Moody's*; *Fitch* ist deutlich kleiner.<sup>3</sup> Diese Marktstruktur ist darauf zurückzuführen, dass Unternehmen Ratingagenturen aufgrund ihrer Reputation auswählen. Die Zuverlässigkeit der Ratings beurteilt sich nach einer langjährigen und genau dokumentierten Historie, dem sog. track record. Dieser zeigt, ob eine Agentur über einen längeren Zeitraum mit ihren Ratings hinreichend gute Einschätzungen geliefert hat.<sup>4</sup> Ratingagenturen betonen, dass ihr Rating nur eine subjektive Meinung darstellt, nicht aber eine bestimmte wirtschaftliche Entwicklung garantiert.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, Jahresbericht 2007, 2008, S. 15 f. Zum Problem des *moral hazard* s. etwa *Shavell*, On Moral Hazard and Insurance, 93 Q.J.Econ. 541 (1979); *Holmström*, Moral Hazard and Observability, 10 Bell J.Econ.74 (1979).

<sup>2</sup> *Pinto*, Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States, 2006, 54 Am.J.Comp.L. 341; *Dittrich*, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation, 2007, p. 9.

<sup>3</sup> *Standard & Poor's* und *Moody's* haben gemeinsam 80% Marktanteil, die britische Ratingagentur *Fitch* weitere 15%, vgl. *Hill*, Regulating the Rating Agencies, 82 Wash.U.L.Q. 43, 59 f. (2004); *Blaurock*, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen, ZGR 2007, 603 (606).

<sup>4</sup> *Zentraler Kreditausschuss*, Stellungnahme zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung v. 14.08.2003, S. 5,

[http://www.zka-online.de/uploads/media/030815\\_ZKA-Stn\\_Rating-Agenturen.pdf](http://www.zka-online.de/uploads/media/030815_ZKA-Stn_Rating-Agenturen.pdf). Neuen Anbietern bleiben deshalb nur Marktnischen. *Strunz-Happe*, Externe Ratingagenturen – Marktregulierung durch Basel II, Vorgaben zur Anerkennung als ECAI und die aufsichtsrechtliche Behandlung von externen Ratings, WM 2004, 115 (120).

<sup>5</sup> *Partnoy*, The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Agencies, 77 Wash.U.L.Q. 619, 629 et seq. (1999); *Szwarcz*, Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, 2002 U.Ill.L.Rev. 1, 14 (2002); *Kuhner*, Financial Rating Agencies: Are They Credible?, 53 Schmalenbach Bus.Rev. 1, 2 (2001). Ob die Rating-Urteile in der Vergangenheit zum großen Teil verlässlich waren, ist umstritten s. die empirischen Studien *Gregory Husisian*, What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Trading Agency Liability, 75 Cornell L.Rev. 411, 126 (1990); *Bottini*, An

Für den reibungslosen Verkauf der strukturierten Finanzprodukte war ein gutes Rating Grundvoraussetzung, weil viele Investoren an spezielle Anlagevorschriften gebunden sind, um Risikokonzentrationen zu vermeiden. Der Großteil der strukturierten Finanzprodukte verfügte über ein gutes bis exzellentes Rating, obwohl die meisten Tranchen einen nennenswerten Anteil an zweitklassigen Subprime-Krediten enthielten.<sup>6</sup> Bisher zahlen die Investmentbanken und nicht die Investoren für das Rating der strukturierten Finanzprodukte.<sup>7</sup> Der Gewinn der Ratingagenturen verdoppelte sich<sup>8</sup>, weil diese auch bei der Entwicklung solcher strukturierter Finanzprodukte kräftig mithalfen.<sup>9</sup> Investoren durchschauten oft nicht mehr die Finanzprodukte, sondern verliehen sich auf das AAA-Rating.<sup>10</sup>

Es kam noch schlimmer: Obwohl sich die Kreditausfälle bei Subprime-Krediten häuften, hielten die Ratingagenturen lange Zeit an den ursprünglich erteilten hohen Ratings fest. Im Laufe der Zeit wurde immer offensichtlicher, dass die angewandten Rating-Modelle die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Subprime-Hypothekarkredite nicht korrekt abbildeten. Erst nach öffentlichem Druck vollzogen die Agenturen eine Kehrtwende und stufen Papiere mit nennenswerten Subprime-Komponenten auf breiter Basis und teilweise radikal herunter. Manche RMBS-Tranchen fielen in einem einzigen Schritt von der höchsten Qualitätsstufe (AAA) in Klassen unterhalb des Investmentgrade-Bereichs.<sup>11</sup> Die Ratingagenturen trugen mit ihrem zögerlichen Verhalten zur Verschärfung

der Krise bei.<sup>12</sup> Dank der weltweiten Handelbarkeit von RMBS und CDOs stecken diese inzwischen in den Bilanzen vieler Banken: Insbesondere die deutschen Landesbanken sind davon massiv betroffen; zahlreiche Fusionen und massive staatliche Hilfe waren unausweichlich, um Insolvenzen zu vermeiden.<sup>13</sup>

## 2. Instrumente des Kapitalmarktrechts: Informationen, Vermeidung von Interessenkonflikten und Regulierung

Die jetzige Krise verdeutlicht, wie wichtig die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte ist.<sup>14</sup> Die Vermeidung von Interessenkonflikten, Informationspflichten und Überwachung sind die drei elementaren Instrumentarien, welche die Funktionsweise des Kapitalmarktes sicherstellen sollen. Interessenkonflikte müssen hauptsächlich aufgrund des fremdnützigen Handelns von Managern und Banken reduziert werden. Im Bereich der Corporate Governance ist dieses Principal-Agent-Problem altbekannt.<sup>15</sup> Informationspflichten sollen die Effizienz des Kapitalmarktes sicherstellen. Mit solchen Pflichten sollen Informationen den Markt erreichen und unverzüglich in den Marktkurs „eingepreist“ werden.<sup>16</sup> Die

<sup>12</sup> Schon bei der Enron-Krise wurde die zu späte Zurückstufung kritisiert, s. *Hill*, Rating Agencies Behave Badly: The Case on Enron, 35 Conn.L.Rev. 1145 (2003).

<sup>13</sup> Die Sachsen LB und die Landesbank Rheinland Pfalz flüchteten unter das Dach der LBBW. Die Bayern LB, Nord LB, HSB Nordbank benötigen umfangreiche Kredite, s. *Mußler*, Das faule System Landesbanken, FAZ v. 25.2.2009, S. 13.

<sup>14</sup> Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; Begr. Finanzausschuss 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 96; vgl. auch *Baums*, Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), 139 (150); *Fuchs/Dühn*, Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, BKR 2002, 1063 (1069); *Möllers*, in *Möllers/Rotter*, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 43; *Hopt/Voigt*, in *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2006, S. 9, 107, 113; *Veil*, Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), 365 (367); *Zimmer*, in *Schwark*, KMRK, 3. Aufl. 2004, § 15 Rn. 8ff.

<sup>15</sup> *Akerlof*, The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Q.J.Econ. 488, 493 ff. (1970); *Spence*, Job Market Signaling, 87 Q.J.Econ. 355, 374 (1973); *Bahar/Thévenoz*, Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market, in: *Thévenoz/Bahar* (ed.), Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets, 2007, p. 1 ff.; *Morkötter/Westerfeld*, Asset Securitisation: Die Geschäftsmodelle von Ratingagenturen im Spannungsfeld einer Principal-Agent-Betrachtung, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2008, 393 ff.; *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 108 ff.; *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 159.

<sup>16</sup> Bzgl. Informationseffizienz im Kapitalmarkt und Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) s. beispielsweise *Fama*, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J.Fin., 83 et seq. (1970); *ders*, Efficient Capital

---

Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies, 30 San Diego L.Rev. 579, 583 et seq. (1993); *Partnoy*, Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal For a Modified Liability Regime, 79 Wash.U.L.Q. 491, 509 et seq. (1999).

<sup>6</sup> Hierzu weiter unten.

<sup>7</sup> *BaFin*, Jahresbericht 2007, 2008, S. 15 f.

<sup>8</sup> Der Gesamterlös der drei Unternehmen verdoppelte sich von \$ 3 Milliarden in 2002 auf über \$ 6 Milliarden in 2007, s. *Cyrus Sanati*, Rating Agencies Draw Fire on Capitol Hill, The New York Times, October 22, 2008.

<sup>9</sup> Zu diesen Rating Assessment Services s. *Blaurock*, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen, ZGR 2007, 603 (607, 649); kritisch *CESR*, CESR's Report to the European Commission on the compliance of Credit Agencies with the IOSCO-Code, Dezember 2006, CESR/06-545, §§ 42, 51 (p. 76 ff.), <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=4093>; *CESR*, CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance, Mai 2008, CESR/08-277, p. 22 Erwägungsgrund 102, <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5049>.

<sup>10</sup> *Institute of International Finance (IIF)*, Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices, April 2008, <http://www.iasplus.com/crunch/0804iifbestpractices.pdf>, Marginal number 86; *CESR*, CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies (Fn. 9) CESR/08-277, S. 23 marginal number 104.

<sup>11</sup> *BaFin*, Jahresbericht 2007, 2008, S. 18 f.

Stabilität und Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ist schließlich als Schutzgut so wichtig, dass es nicht nur im nachhinein durch zivilrechtliche Schadensersatzklagen zu schützen ist, sondern auch präventiv durch eine öffentlich-rechtliche Regulierung und Überwachung.<sup>17</sup> Wie in einem Brennglas zeigt sich, dass diese drei Instrumentarien des Kapitalmarktes bei Ratingagenturen bisher versagt haben: Ratingagenturen sind erstens bis heute nicht frei von Interessenkonflikten und unabhängig, weil sie regelmäßig von demjenigen Unternehmen ein Rating erstellen, von welchem sie beauftragt werden (sog. Auftragsrating oder solicited rating).<sup>18</sup> Verschärfend kommt hinzu, dass sie zuvor oft das Unternehmen beraten haben, nach welchen Kriterien das strukturierte Finanzprodukt „hergestellt“ werden muss, um eine bestimmte Note zu erreichen. Zweitens waren die meisten Informationen der Ratingagenturen nicht belastbar: Die Subprime-Produkte erhielten die höchsten Ratings, womit die großen Risiken dieser Instrumente klar unterbewertet wurden. Zudem versagten die Ratingagenturen, als es darum ging, die Ratings den sich verschlechternden Marktbedingungen unverzüglich anzupassen.<sup>19</sup> Und drittens gibt es bis heute kein hinreichendes Regelwerk für Ratingagenturen, dessen Einhaltung von Aufsichtsbehörden überwacht wird.

### 3. Von privaten Standards und hoheitlicher Regulierung

Bis in die jüngste Zeit stellte sich die Europäische Union gegen eine staatliche Regulierung der Ratingagenturen:<sup>20</sup> Der Markt reguliere sich selbst, da Ratingagenturen ausschließlich von ihrer Reputation abhängig seien und Investoren und Emittenten nur zuverlässiges und seriöses Geschäftsgebaren

Markets II, 46 J.Fin. 1575 et seq. (1991); *Fischel*, Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory, 74 Cornell L.Rev. 907 (1989); *Brealey/Myers*, Principles of Corporate Finance, 7th ed. 2003, 347 ff.; *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann*, Modern Portfolio Theory and Investment, 6th ed. 2003, S. 402 ff.

<sup>17</sup> *Jackson/Roe*, Public Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence, 9 J.Fin.Econ. (forthcoming 2009); *Köndgen*, Regulation of Banking Services in the European Union, in Basedow/Baum/Hopt et. al. (ed.), Economic Regulation and Competition of Services in the EU, Germany and Japan, 2002, p. 27 (29 ff.).

<sup>18</sup> Zur Abgrenzung vom solicited zum unsolicited rating s. *Blaurock*, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen, ZGR 2007, 603 (604 ff.).

<sup>19</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen vom 12.11.2008, KOM (2008) 704, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/proposal\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_de.pdf), p. 2.

<sup>20</sup> S. Mitteilung der *Kommission* über Rating-Agenturen v. 1.3.2006, ABl. Nr. C 59/02, S. 6: „Der Aufforderung des Europäischen Parlaments folgend hat sich die Kommission sehr eingehend mit der Frage befasst, ob in Bezug auf die Tätigkeit von Rating-Agenturen neue Legislativvorschläge erforderlich sind und gelangte zu dem Schluss, dass dies derzeit nicht der Fall ist.“

akzeptierten. Diese Standards würden ausreichen, ohne dass der Staat eingreifen müsse<sup>21</sup> Eine Zulassung würde den Markt abschotten. Eine staatliche Regulierung begründe eine Art Mitverantwortung des Staates für die veröffentlichten Ratingurteile; das sei mit privatwirtschaftlich organisierten Ratingagenturen nicht vereinbar und es bestünde die Gefahr, dass die Investoren blind auf die Ratingurteile vertrauen. Die International Organization of Securities Commissioners (IOSCO) entwickelte dagegen schon 2004 in einem Code of Conduct Standards für Ratingagenturen, die im Mai 2008 aktualisiert wurden.<sup>22</sup> Inzwischen gab die Europäische Union ihren Widerstand gegen eine Regelung von Ratingagenturen auf. Sowohl die US-amerikanische Securities Exchange Commission (SEC)<sup>23</sup> als auch die Kommission der Europäischen Union<sup>24</sup> legten Vorschläge zur Regulierung der Ratingagenturen vor, auch um zusätzliche Marktteilnehmer zuzulassen.<sup>25</sup> Die Regelungen der SEC wurden im Februar dieses Jahres rechtsverbindlich erlassen und traten überwiegend Mitte April 2009 in Kraft.<sup>26</sup> Die EU-Kommission hat einen

<sup>21</sup> Zum Streit s. etwa *Partnoy*, The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Agencies, 77 Wash.U.L.Q. 619, 627 (1999); *Szwarcz* (Fn. 5), 2002 U.Ill.L.Rev. 1 ff. (2002); *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, F 134.

<sup>22</sup> *IOSCO*, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Mai 2008, <http://www.iosco.org/> (IOSCOPD271).

<sup>23</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, 17 C.F.R. Parts 240 and 243, Release No. 34-57967, File No. S7-13-08 v. 16.6.2008 (Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), <http://www.sec/rules/proposes/34-57967>.

<sup>24</sup> *Commission of the European Commission*, Consultation paper for a proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies of July 2008, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/securities\\_agencies/consultation-cra-framework\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/securities_agencies/consultation-cra-framework_en.pdf).

<sup>25</sup> *CESR*, CESR's response to the consultation document of the Commission services on a draft proposal for a Directive/Regulation on Credit Rating Agencies, CESR/08-671, [http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/library?l=/financial\\_services/credit\\_agencies/authorities/cers1pdf/EN\\_1.0\\_&a=d](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/authorities/cers1pdf/EN_1.0_&a=d), p. 2.

<sup>26</sup> *SEC*, 17 C.F.R. Parts 240 and 243, Release No. 34-59342, File No. S7-13-08 v. 2.2.2009 (Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>. Daneben gab es einen weiteren Vorschlag vgl. *SEC*, 17 C.F.R. Parts 240 and 243, Release No. 34-59343, File No. S7-04-09 v. 2.2.2009 (Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-59343.pdf>.



Verordnungsentwurf zur Regulierung von Ratingagenturen im November 2008 vorgelegt<sup>27</sup> und das europäische Parlament hat sich damit jüngst beschäftigt. Das Gesetzgebungsverfahren soll noch im ersten Halbjahr 2009 abgeschlossen werden. In Finanzkreisen wurde immer wieder die Wichtigkeit einer einheitlichen, weltweiten Lösung betont. Anhand der drei kapitalmarktrechtlichen Instrumentarien lässt sich vergleichen, ob dieses Ziel gelungen ist.

## II. Vermeidung von Interessenkonflikten

Der *Interessenkonflikt* der Ratingagentur liegt auf der Hand, wenn sie ein Unternehmen zu einem Finanzprodukt berät und über dieses dann das Rating abgibt. Von Unabhängigkeit kann in einem solchen Fall nicht gesprochen werden. Es ist deshalb uneingeschränkt positiv zu beurteilen, wenn sich in den Regelwerken auf internationaler Ebene, in den USA und in Europa die Verpflichtung wiederfindet, dass Ratingagenturen nicht gleichzeitig beraten dürfen, um dann über das Finanzprodukt ein Rating abzugeben. Ein solches Verbot war bisher noch heftig umstritten, wurde doch behauptet, eine Trennung von Beratung und Bewertung sei bei dem Duopol der beiden großen Ratingagenturen *Moody's* und *Standard & Poor's* gar nicht möglich. Allerdings sollen durch Trennung von Beratung und Prüfung künftig gerade neue Marktsegmente geschaffen werden. Für eine Trennung der Tätigkeiten spricht der Vergleich mit Wirtschaftsprüfern, die ebenfalls als Dritte am Markt auftreten. Im Europäischen Recht wurde 2006 etwa die Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer vereinheitlicht und ein sog. Selbstprüfungsverbot eingeführt.<sup>28</sup> Vorher wurde bereits durch den *Sarbanes-Oxley-Act* in den USA ein Verstoß gegen das Selbstprüfungsverbot eingeführt und dann bejaht, wenn davon auszugehen ist, dass das Ergebnis der Arbeiten Gegenstand von Prüfungshandlungen im Rahmen der Abschlussprüfung ist.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 19), KOM (2008) 704.

<sup>28</sup> Art. 22 der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.5.2006 über die Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/249/EWG des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 84/253/EWG, ABl. Nr. L 157/87 v. 9.6.2006, S. 97.

<sup>29</sup> *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745, Sec.201 inserted as Sec. 10A (g) of Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. 78j – 1 amended by *SEC*, Final Rule: Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence, 17 C.F.R. Parts 210, 240, 249 and 274, Release No. 33-8183 v. 28.1.2003, <http://sec.gov/rules/final/33-8183.html>, Amendments to Section 210.2-01 Qualifications of accountants, pp. 69 et seq.; vgl. beispielsweise *Schmidt*, Neue Anforderungen an die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers: SEC-Verordnung im Vergleich mit den Empfehlungen der EU-Kommission und den Plänen der Bundesregierung, BB 2003, 779, 785; *Arbeitskreis „Externe und interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.*, Auswirkung des Sarbanes-Oxley Act auf die

Neben dem Selbstprüfungsverbot gibt es zahlreiche weitere Einschränkungen, um Interessenkonflikte zu vermeiden: So dürfen Ratinganalysten in den USA keine Geschenke über 25 US Dollar<sup>30</sup> annehmen, und eine Ratingagentur darf sowohl nach US-amerikanischem als auch nach europäischem Recht maximal vier Jahre in Folge ein Rating für ein Unternehmen erstellen.<sup>31</sup> Abweichungen zwischen den USA und Europa finden sich in Bezug auf Abhängigkeiten aufgrund von Umsätzen. Nach Auffassung der IOSCO muss eine Ratingagentur darüber aufklären, wenn sie 10% der jährlichen Einnahmen von einem Klienten erhält.<sup>32</sup> In den USA ist in diesem Fall eine Tätigkeit verboten.<sup>33</sup> Europa sah ursprünglich bereits ein Ratingverbot vor, wenn 5% oder mehr der Einnahmen durch einen Klienten erzielt werden.<sup>34</sup> Das Tätigkeitsverbot wurde nach Protesten<sup>35</sup> dann aber in eine Informationspflicht abgemildert.<sup>36</sup> Tatsächlich müssten neue Ratingagenturen mehr als 20 Kunden vom ersten Tag an haben, damit das Tätigkeitsverbot nicht eingreift. Wenn mit den neuen Regelwerken auch bezweckt ist, das bestehende Duopol von *Moody's* und *Standard & Poor's* aufzubrechen, sollte man aber Regelungen vermeiden, welche die jetzigen Mark-

Interne und Externe Unternehmungsüberwachung, BB 2004, 2399, 2406.

<sup>30</sup> 17 C.F.R. § 240.17g-5(c)(7) SEC, cf. SEC Release No. 34-59342 (Fn. 26), p. 48 ff.

<sup>31</sup> Art. 6 Abs. 4, *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 20), KOM (2008) 704. Der *Ausschuss für Wirtschaft und Währung*, Bericht über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen (KOM(2008)0704 – C6-0397/2008 – 2008/0217(COD)) v. 1.4.2009, Berichterstatter *Gauzès*, schlägt jetzt fünf Jahre vor, Art. 6 Abs. 4 (Änderungsvorschlag 56). s. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A6-2009-0191&language=DE>.

<sup>32</sup> *IOSCO*, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Fn. 22), No. 2.08 (b).

<sup>33</sup> 17 C.F.R. § 240.17g-5(c)(1).

<sup>34</sup> Art. 9 Abs. 3 lit. a), *Kommission*, Consultation Paper for a proposal for a CRA Regulation (Fn. 24).

<sup>35</sup> Comments of the *German banking industry associations* on the EC consultation paper for a CRA Regulation v. 5.9.2008, p. 5 ff.,

[http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/library?l=/financial\\_services/credit\\_agencies/organisations&vm=detailed&sb=Title](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/organisations&vm=detailed&sb=Title). *Fitch Ratings*, Response to a Draft Directive/Regulation with respect to the Authorisation, Operation and Supervision of Credit Rating Agencies v. 5.9.2008, p. 7, [http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/library?l=/financial\\_services/credit\\_agencies/citizens/fitchpdf/EN\\_1.0\\_&a=d](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/citizens/fitchpdf/EN_1.0_&a=d).

<sup>36</sup> Art. 5 Abs. 1, 2 und Annex I.B No. 2, *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 19), KOM (2008) 704.

strukturen verfestigen<sup>37</sup>. Im Ergebnis erscheint deshalb die Offenlegungspflicht der IOSCO und des europäischen Verordnungsvorschlages passgenauer als das US-amerikanische Recht.

Die neuen Regelungen sind sicherlich hilfreich, um Interessenkonflikte zu reduzieren. Sie können aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass der potentielle Interessenskonflikt solange bestehen bleibt, solange das Unternehmen die Ratingagentur für die Erstellung des Ratings beauftragt – gemäß dem Motto, „wes' Brot ich ess', des' Lied ich sing'“. Die neuen Vorschriften verhindern die Interessenkonflikte nicht, sondern reduzieren sie nur. Weiterführend wäre es deshalb, wenn sich künftig die Ratings ohne Auftrag (unsolicited ratings) als Gattung durchsetzen würden, die von anderen Marktteilnehmern abgefragt und auch käuflich erworben werden könnten. Bisher existiert ein Markt für unsolicited ratings weitgehend nur für die Folgeratings nach einer Beauftragung durch ein Unternehmen, aber am Markt scheint inzwischen der Wettbewerb zuzunehmen. Die *Egan-Jones Rating Company*<sup>38</sup> bietet etwa gar keine Auftragsratings mehr an, sondern wirbt damit, keinen Interessenkonflikten zu unterliegen. Denkbar wäre zudem, dass die Aufsichtsbehörden die Ratingagenturen zur Erstellung eines Ratings beauftragen. Im Kapitalmarktrecht ist eine solche Beauftragung etwa bei der Kontrolle von Wertpapierunternehmen durch Prüfer bekannt. Dort prüfen Wirtschaftsprüfer im Auftrag der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), ob die Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihre Aufklärungs- und Beratungspflichten eingehalten haben.

### III. Informationspflichten

Schon die überarbeitete Fassung des Code of Conduct der IOSCO geht auf die strukturierten Finanzprodukte ein und formuliert umfassende Informationspflichten: Danach müssen Ratingagenturen ihr Rating von strukturierten Finanzprodukten von traditionellen Unternehmensanleihen unterscheiden, bevorzugt durch ein unterschiedliches Ratingsymbol.<sup>39</sup> Diese Regeln hatte die SEC in ihrem ursprünglichen Vorschlag vom Juni 2008 diese Regeln übernommen und vorgeschlagen, strukturierte Finanzprodukte mit den neuen Ratingsymbolen „AAA.sf“ oder „AAA<sub>SF</sub>“ zu versehen.<sup>40</sup> In der nun verabschiedeten Fassung ihres Vorschlags vom Februar 2009 lehnt die SEC allerdings eine solche Differenzierung nach den verschiedenen Finanzprodukten ebenso ab wie die Schaffung einer eigenen Risikoklasse.<sup>41</sup> Vergleichbares findet sich

auf europäischer Ebene: In dem Konsultationspapier der EU-Kommission vom Juni 2008 war noch die Einführung einer eigenen Risikoklasse vorgesehen,<sup>42</sup> während der jetzige Verordnungsvorschlag diese zwingende Differenzierung aufweicht. Die Ratingagentur hat nun die Wahl, ob sie eine klare Differenzierung der strukturierten Finanzprodukte vornimmt oder aber nur in einem Bericht auf die besonderen Risiken dieser strukturierten Finanzprodukte hinweist.<sup>43</sup> Damit bleiben der europäische Verordnungsentwurf und das US-amerikanische Recht gegenüber ihren ersten Entwürfen zurück.

Im Juli 2008 waren die neue Ratingsymbole nicht nur von der IOSCO<sup>44</sup>, der SEC<sup>45</sup> und der EU-Kommission<sup>46</sup>, sondern auch von anderen gewichtigen Institutionen wie dem Financial Stability Forum (FSF)<sup>47</sup>, des Committee of European Securities Regulators (CESR)<sup>48</sup>, dem Institute for International Finance (IIF)<sup>49</sup> und dem Deutschen Sachverständigenrat<sup>50</sup>

<sup>42</sup> Art. 14 No. 3 of *Commission, Consultation Paper for a proposal for a CRA Regulation* (Fn. 24).

<sup>43</sup> „Art. 8 (3), *Kommission, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen* (Fn. 20), KOM (2008) 704:

„Gibt eine Ratingagentur ein Rating für strukturierte Finanzinstrumente ab, so ist dabei eine der folgenden Anforderungen zu erfüllen:

a) Die für strukturierte Finanzinstrumente in Frage kommenden Ratingkategorien sind klar von den Kategorien zu unterscheiden, die für andere Arten von bewerteten Unternehmen oder Finanzinstrumenten verwendet werden können.

b) Sie veröffentlicht einen Bericht, in dem die Methode, anhand deren das Rating bestimmt wurde, ausführlich beschrieben und darüber hinaus dargelegt wird, wie sich diese von Methoden unterscheidet, die bei anderen Arten von bewerteten Unternehmen oder Finanzinstrumenten zum Einsatz kommen, und inwiefern sich das Risikoprofil eines strukturierten Finanzinstruments von den Risiken anderer Arten von bewerteten Unternehmen oder Finanzinstrumenten unterscheidet.“

<sup>44</sup> S. oben Fn. 40.

<sup>45</sup> SEC, Release No. 34-57967 v. 16.6.2008 (Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) (Fn. 23), p. 97.

<sup>46</sup> Reasons to the *Commission, Consultation Paper for a proposal for a CRA Regulation* (Fn. 24), Erwägungsgrund 14 f.

<sup>47</sup> *Financial Stability Forum (FSF)*, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience v. 7.4.2008, p. 34, [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf).

<sup>48</sup> CESR, CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies (Fn. 9) CESR/08-277, p. 26 Marginal number 122.

<sup>49</sup> IIF, Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices, April 2008 (Fn. 10), marginal number 88. c).

<sup>50</sup> *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Das Erreichte nicht verspielen, Jahresgutachten 2007/08 v. 7.11.2007, Rn. 248, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutacht/ga-content.php?gaid=52>; *Sachverständigenrat zur Begutachtung*

<sup>37</sup> Darauf hinweisend auch die EU-Kommission in ihrer Begründung zu *Kommission, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen* (Fn. 19), KOM (2008) 704, S. 2.

<sup>38</sup> <http://www.egan-jones.com>.

<sup>39</sup> IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Fn. 22), No. 3.5 (b).

<sup>40</sup> SEC, Release No. 34-57967 v. 16.6.2008 (Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) (Fn. 23), p. 98.

<sup>41</sup> SEC, Release No. 34-59342 v. 2.2.2009 (Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) (Fn. 26), Fn. 1.

gefordert worden. Folglich muss es überraschen, dass nur wenige Monate später SEC und EU-Kommission einen Rückzieher machen. Handelt es sich hier um erfolgreichen Lobbyismus der Ratingagenturen? *Moody's* formulierte in drastischen Worten in einer Stellungnahme zum Verordnungsvorschlag, dass eine zu detaillierte Gesetzgebung ein falsches Sicherheitsgefühl unter den Marktteilnehmern erzeugen könne, weil die Ratings durch die Behörde überprüft und damit als eigene Versicherung angesehen würden.<sup>51</sup>

Eine Differenzierung scheint aber folgerichtig, wenn man bedenkt dass CDOs sich in mindestens fünf Kriterien von normalen Finanzinstrumenten wie Staats- oder Unternehmensanleihen unterscheiden: Erstens waren die strukturierten Finanzprodukte bisher so neuartig, dass sie nahezu keine „Geschichte“ hatten, also keine Erfahrungswerte über die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Finanzprodukte existierten.<sup>52</sup> Zweitens basierten die wenigen historischen Daten auf besonders optimistischen Vorgaben: hohem Wirtschaftswachstum, historisch niedrigen Zinsen und einem Markt mit ständig steigenden Häuserpreisen.<sup>53</sup> Drittens wurden die Kreditausfälle im Portefeuille nicht anteilmäßig auf die einzelnen Tranchen verteilt, sondern anfallende Verluste zunächst allein der untersten Tranche zugerechnet. Sollten die Verluste die unterste Tranche aufzehren, muss die nächst höhere Tranche die weiteren Verluste absorbieren - und so fort; Wasserfallprinzip nennt sich dies. Höhere Tranchen waren dadurch zunächst gegen Verluste abgesichert. Deshalb haben die Ratingagenturen diesen höheren Tranchen, die meist 60 bis 80 Prozent des Gesamtportefeuilles ausmachen, ursprünglich häufig die Bestnoten „AAA“ für höchste Ausfallsicherheit zuerkannt.<sup>54</sup> Viertens wurden „BBB“-Tranchen

unterschiedlicher Gesamtportefeuilles dann wieder zusammengefasst; zur Risikodiversifizierung wurden oft noch „BBB“-Tranchen anderer Bereiche beigemischt, etwa Kreditkartenkredite oder Autodarlehen. Dieses neue Portefeuille wurde wiederum tranchiert, wodurch „hochwertige“ „AAA“- und „AA“-Tranchen entstanden. Und fünftens zeigt eine Studie der Ratingagentur *Standard & Poor's* nun auf, wie vergleichsweise kleine Änderungen der Annahmen zu enormen Wertverlusten führen. So hat zum Beispiel die „AA+“-Tranche unter Szenario 4 noch einen rechnerischen Barwert von 75,76 Prozent, im Szenario 5 aber nur noch von 8,85 Prozent.<sup>55</sup> Das erklärt die krasse Herabsetzung von vier oder fünf Stufen<sup>56</sup> und ist auch der Grund, warum sich Investoren scheuen, diese CDOs zu erwerben. An der Bewertungsfrage waren bislang alle Konzepte gescheitert, dass der Staat den Banken solche strukturierte Finanzpapiere abkauft und in einer „bad bank“ auslagert.<sup>57</sup>

Ganz ohne Zweifel sind die CDOs gegenüber normalen Finanzprodukten wie Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen bedeutend risikoreicher. Der Sachverständigenrat und der Bundesbankpräsident *Weber* sprechen von „Finanzchemie“, der Möglichkeit, aus Tafelwein Qualitätswein zu machen, indem man das Etikett wechselt.<sup>58</sup> In der Politik werden die strukturierten Finanzprodukte deswegen inzwischen sogar als toxische Papiere („toxic papers“)<sup>59</sup> bezeichnet. Wegen der besonderen Gefährlichkeit der Produkte müssen aber Ratingagenturen den Käufern diese Gefährlichkeit vor Augen führen. Der Hinweis von *Moody's*, dann unterbleibe eine Überprüfung durch den Investor, ist richtig und falsch zugleich: Richtig, weil die Ratingagenturen nur „empfehlen“, die Entscheidung dem Investor aber nicht abnehmen können. Falsch und sogar zynisch, weil es gerade Aufgabe der Ratingagenturen ist, kraft ihrer Kompetenz auf die besonderen Risiken und Gefahren solcher strukturierten Finanzprodukte hinzuweisen. Deshalb sollte man auch eine eigene Gattung für strukturierte Finanzprodukte wie etwa AAA<sub>SF</sub> einführen. Damit wird nicht, wie zum Beispiel von *Moody's* behauptet, falsche Sicherheit vorgetäuscht, sondern mit einer eigenen

---

der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09 v. 12.11.2008, Rn. 229.

<sup>51</sup> *Moody's Investors Service Ltd.*, Stellungnahme zum Entwurf einer Richtlinie/Verordnung über Ratingagenturen v. 5.9.2008, S. 7,

[http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt\\_consultations/librariy?l=/financial\\_services/credit\\_agencies/citizens/moodyspdf/EN\\_1.0\\_&a=d](http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/librariy?l=/financial_services/credit_agencies/citizens/moodyspdf/EN_1.0_&a=d).

<sup>52</sup> *BaFin*, Jahresbericht 2007, 2008, S. 15 f.; *The de Larosière Group*, Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU v. 25.2.2009, [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf), Rn. 20.

<sup>53</sup> *SEC*, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, July 2008, p. 35, <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>.

<sup>54</sup> S. *Krahnen*, Der Handel von Kreditrisiko: eine neue Dimension des Kapitalmarktes, 6 Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 2005, 499; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08 (Fn.51), Rn. 155 ff., s. auch *Rudolph/Scholz*, Driving Factors of the Supreme Crises and some Reform Proposals, CESifo DICE Report 3/2008, 14, 16; *Benedikt Fehr*, Struktu-

---

rierte Anleihen sind derzeit kaum zu bewerten, FAZ v. 25.2.2009, S. 20; *Weber*, (Fn. 58) unter 3.

<sup>55</sup> Market Intellect from Standard Poor, Valuing Structured Finance Assets 101 v. 3.11.2008, <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Valuing%20SF%20Assets%20101.pdf>.

<sup>56</sup> Die Ratingagentur *Fitch* stuft etwa die Kreditwürdigkeit des US-Finanzdienstleisters *GMAC* im November 2008 gleich um fünf Stufen auf CCC herab, vgl. Handelsblatt v. 13.11.2008, S. 27.

<sup>57</sup> S. *Fehr*, FAZ v. 25.2.2009, S. 20.

<sup>58</sup> *Weber*, Financial market stability, Speech at the London School of Economics, <http://www.bis.org/review/r080610a.pdf>; deutsche Fassung: Die Subprime-Krise, Rede anlässlich des FTD Bankengipfels, [www.bundesbank.de/download/presse/reden/2008/20080425.weber.php](http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2008/20080425.weber.php) unter 3, der sich auf den *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 2007/08 (Fn. 50) bezieht.

<sup>59</sup> *Ibidem*.

Klassifizierung gerade umgekehrt auf die „Eigentümlichkeiten“, sprich: das besondere Risiko des strukturierten Finanzproduktes hingewiesen. Die verantwortlichen Gremien in den USA und der Europäischen Kommission sollten deshalb zu ihrer ursprünglichen Forderung nach einer Trennung der Ratings für normale und strukturierte Finanzprodukte zurückkehren. Der jüngst publizierte *Larosière*-Bericht<sup>60</sup> der Wirtschaftsweisen hat erfreulicherweise ähnliche Forderungen erhoben, während die Ausführungen des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlamentes dagegen widersprüchlich sind.<sup>61</sup>

Die Regelwerke erhalten eine Fülle weiterer Informationspflichten. Ratingagenturen müssen etwa über ihre historischen Ausfalldaten regelmäßig berichten<sup>62</sup> oder umfangreich auf Interessenkonflikte hinweisen, sowie über die Gebührenpolitik<sup>63</sup> oder über die verwendeten Methoden<sup>64</sup> berichten. Während das US-amerikanische Recht es für ausreichend erachtet, dass die historischen Ausfalldaten auf der Webseite des Unternehmens veröffentlicht werden<sup>65</sup>, verlangt der europäische Verordnungsvorschlag, dass diese Informationen der Öffentlichkeit in einem zentralen Datenspeicher des CESR zur Verfügung gestellt wird<sup>66</sup>. Ein solcher Vorschlag hätte den Vorteil, dass die Daten vereinheitlicht werden könnten und der Investor leichter einen Zugang zu diesen Daten hätte. Ein zentraler Datenspeicher würde sich zudem in die Bemühungen nach einer gemeinsamen europäischen Datenbank einpassen.<sup>67</sup>

<sup>60</sup> Klar *Larosière Bericht* (Fn. 52), Recommendation 3, Rn. 71: “Finally, the rating of structured products should be transformed with a new, distinct code alerting investors about the complexity of the instrument.”

<sup>61</sup> *Ausschuss für Wirtschaft und Währung*, Bericht über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen (Fn. 31 geänderter Erwägungsgrund 18, (Änderungsvorschlag 19): “unterschiedliche Ratingkategorien verwenden, z.B. durch die Einfügung eines ergänzenden Kommentars, und zusätzliche Informationen über das spezielle Risikoprofil dieser Produkte liefern“. Diese Forderung findet aber keinen Ausdruck in einer Änderung des Art. 8 Abs. 3.

<sup>62</sup> *IOSCO*, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Fn. 22), No. 3.8.

<sup>63</sup> *IOSCO*, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Fn.22), No. 2.5., 2.11-2.16, p. 8.

<sup>64</sup> *IOSCO*, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Fn. 22), No. 3.5.

<sup>65</sup> Sec. 15E(a)(1)(B)(i) of the Securities Exchange Act, 15 U.S.C. 78o-7(a)(1)(B)(i) - ) (x); cf. SEC Release No. 34-59342 v. 2.2.2009 (Fn. 26), p. 6 ff.

<sup>66</sup> Art. 9 (2) i.V.m. Annex I.E.II. No. 1 *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 19), KOM (2008) 704.

<sup>67</sup> Verordnung (EG) Nr. 177/2008 des Europäischen Parlaments und Rates vom 20. Februar 2008 zur Schaffung eines gemeinsamen Rahmens für Unternehmensregister für statistische Zwecke und zur Aufhebung der Verordnung (EWG) Nr. 2186/93 des Rates, Abl. L 61/6 vom 5.3.2008.

Zu beachten bleibt allerdings, dass Informationspflichten wichtige Nachteile haben, wenn sie ohne Aussagegehalt oder sogar irreführend sind.<sup>68</sup> Die Behavioral Finance-Forschung verdeutlicht, dass der „homo oeconomicus“, der Investor, der Informationen rational verarbeitet, ein selten anzutreffender Idealtypus ist, der selten anzutreffen ist: Die Börsen überreagieren in Wellen, weil sie das von Emotionen getriebene Verhalten ihrer Marktteilnehmer abbilden.<sup>69</sup> In diese Richtung gehen eine Reihe der US-amerikanischen Informationspflichten: Dort werden etwa neun Interessenkonflikte aufgezählt, die von Ratingagenturen in einem Formblatt aufzulisten sind.<sup>70</sup> Da ein solches Formblatt von allen drei großen Ratingagenturen ausgefüllt wird, tendiert der Erkenntnisgewinn eher gegen Null. Neu ist im US-amerikanischen Recht auch die Verpflichtung, 10% aller Ratings inklusive ihrer Historie (anfängliches Rating, Downgradings, Upgradings, etc.) auf der eigenen Web-Seite zu veröffentlichen.<sup>71</sup> Nach Ansicht der SEC soll diese Verpflichtung die Vergleichbarkeit der Daten erleichtern. Solange diese umfangreichen Daten aber nicht ausgewertet werden, bilden sie nur „Tonnen von Information“ – die Gefahr einer Informationsflut, eines von einem durchschnittlichen Investor nicht zu verarbeitenden „information overkill“ liegt auf der Hand.

#### IV. Regulierung der Ratingagenturen

Auch die neueste Fassung des Code of Conduct des IOSCO vom Mai 2008 sieht weiterhin nur eine freiwillige Selbstverpflichtung im Sinne eines „disclose or explain“ vor.<sup>72</sup> Im

<sup>68</sup> Zum information overload s. etwa *Rogers/Agarwala-Rogers*, Communications in Organizations, 1976, S. 90; *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 116; *Merkt*, Das Informationsmodell im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Zfbf 55 (2006), 24 ff.

<sup>69</sup> Wie beispielsweise „Lemminge“, die Empfehlungen von vermeintlichen Finanz-Gurus blind folgen, allgemein zum *Behavioral Finance* siehe bspw. *Shleifer*, Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance, 2000; *Thaler* (Hrsg.), Advances in Behavioral Finances, vol. I 1993, vol. II 2005; *Goldberg/von Nitzsch*, Behavioral Finance, 4th ed. 2004; *Fleischer*, Behavioral Law and Economics im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – ein Werkstattbericht, in: FS Immennga, 2004, S. 575 ff.

<sup>70</sup> 17 C.F.R. § 240.17g-5 (b) i.V.m. Exhibit 6.

<sup>71</sup> Gemäß SEC rule § 240.17g-2 (a) (8) treffen eine NRSRO folgende Aufbewahrungspflichten: “For each outstanding credit rating, a record showing all rating actions and the date of such actions from the initial credit rating to the current credit rating identified by the name of the rated security or obligor and, if applicable, the CUSIP of the rated security or the Central Index Key (CIK) number of the rated obligor”, siehe SEC, Release No. 34–59342 (Fn. 26) p. 102 ff.

<sup>72</sup> *IOSCO*, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Fn. 22), No. 4.1: “A CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct fully implement the provisions of the IOSCO Code and Principles. If a CRA’s code of conduct



Gegensatz dazu hatten die USA schon 1975 ein Zulassungsverfahren für Ratingagenturen eingeführt, das im Jahre 2006 mit dem CRA Duopoly Relief Act<sup>73</sup> weiter konkretisiert wurde. Ziel war es vor allem das Duopol von *Standard & Poor's* und *Moody's* aufzubrechen und transparente Regeln zu schaffen, nach denen Ratingagenturen als sog. Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO) zugelassen werden. Inzwischen haben zehn dieser Organisationen das Zulassungsverfahren der SEC erfolgreich durchlaufen.<sup>74</sup> Weniger renommierte Ratingagenturen hatten von diesem regulatorischen Eingriff profitiert, da ihr Marktzutritt durch eine umfassende Prüfung vor ihrem Start zunächst erleichtert wurde und sie so die Markteintrittsbarriere eines langjährigen „track record“<sup>75</sup> überwinden konnten.<sup>76</sup> Die EU hat ihren Widerstand gegen eine Regulierung zwar aufgegeben. Auf europäischer Ebene wird zur Zeit aber heftig diskutiert, wer die Ratingagenturen zulassen und überwachen soll. Nach dem Verordnungsentwurf hat die Zulassung und Überwachung durch die jeweilige nationale Aufsichtsbehörde zu erfolgen. Die Einheitlichkeit der Zulassung soll aber insoweit sichergestellt werden, als das CESR (Committee of European Securities Regulators) die Zulassungsunterlagen vorab prüft.<sup>77</sup> Auch bei der Überwachung wird das CESR konsul-

deviates from the IOSCO provisions, the CRA should explain where and why these deviations exist (...).“

<sup>73</sup> Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Publ. L. No. 109-291, 120 Stat. 1327 (2006) Sec. 4 inserted as Sec. 15E in Securities Exchange Act of 1934, Cf. 15 U.S.C. 78o – 7; hierzu *Partnoy*, (Fn. 21), 77 Wash.U.L.Q. 619 (1999), *Deipenbrock*, Der US-amerikanische Rechtsrahmen für das Ratingwesen – ein Modell für die europäische Regulierungsdebatte, WM 2007, 2217 ff.

<sup>74</sup> S. SEC Registrierungs-Bescheide von *A.M. Best Company, Inc.* (34-56507, September 24, 2007), *DBRS Ltd.* (34-56508, September 24, 2007), *Fitch, Inc.* (34-56509, September 24, 2007), *Japan Credit Rating Agency, Ltd.* (34-56510, September 24, 2007), *Moody's Investor Services, Inc.* (34-56511, September 24, 2007), *Rating and Investment Information, Inc.* (3456512, September 24, 2007), *Standard & Poor's Rating Services* (34-56513, September 24, 2007), *Egan-Jones Rating Company* (34-57031, December 21, 2007) und *LACE Financial Corp.* (3457300, February 11, 2008) und *Egan-Jones Ratings Company*, <http://www.egan-jones.com/public-docs/Egan%20Jones%20Approval%20Order.pdf>.

<sup>75</sup> Grundlage für die Verlässlichkeit und Glaubwürdigkeit einer Rating-Agentur und damit ihre Stellung im Wettbewerb ist ihr sog. „Track Record“. Die Rating-Agentur muss durch eine langjährige Historie nachweisen können, dass die in der Vergangenheit vergebenen Ratings die Bonität der gerateten Unternehmen und Staaten hinreichend gut einschätzten; vgl. *Zentraler Kreditausschuss*, Stellungnahme zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung (Fn. 4), S. 5.

<sup>76</sup> *Everling/Trieu*, Ratingagenturen weltweit, in: *Büschgen/Everling* (Hrsg.), *Handbuch Rating*, 2007, S. 95, 114.

<sup>77</sup> Vgl. Art. 13 *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 19), KOM (2008) 704.

tiert.<sup>78</sup> Sanktionen, wie etwa die Aussetzung des Ratings oder die öffentliche Bekanntmachung der Pflichtverletzung hat wiederum die Aufsichtsbehörde des jeweiligen Mitgliedstaates zu verhängen.<sup>79</sup>

Die Europäische Zentralbank hat dieses Vorgehen als zu kompliziert abgelehnt und schlägt eine Zulassung und Überwachung durch das CESR vor.<sup>80</sup> Der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments<sup>81</sup> und der *Larosière*-Bericht<sup>82</sup> haben ebenfalls vorgeschlagen, dass allein das CESR für die Zulassung der Ratingagenturen zuständig ist. Diese Thematik berührt unmittelbar die Diskussion über Eurozentrismus und Subsidiarität, also die Frage, ob Aufgaben auf europäischer Ebene zu zentrieren sind oder aber die Macht bei den Mitgliedstaaten verbleibt. Für die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten spricht der Gedanke des Wettbewerbs der Rechtsordnungen<sup>83</sup>, dagegen spricht die inzwischen auch in der Praxis höchst aktuelle Tendenz des „race to the bottom“, des Wettbewerbs hin zum niedrigsten Standard. Das CESR in ihrer jetzigen Struktur hat zwei massive Nachteile: Im Unterschied zur SEC besitzt das CESR nicht die Kompetenz, Gesetze oder verbindliche Verordnungen zu erlassen: Zur Zeit kann es nur Empfehlungen abgeben, die rechtlich nicht binden.<sup>84</sup> Im CESR sind zudem alle Mitgliedstaaten vereint, die naturgemäß ihre nationalen Positionen vortragen. Symptomatisch ist die Stellungnahme des CESR zum Verordnungsentwurf. Eine Einigung über die Überwachung konnte unter den Mitgliedern von CESR nicht erzielt werden: Einige befürworten eine freiwillige Selbstregulierung, andere den Verordnungsvorschlag in der jetzigen Form,

<sup>78</sup> Art. 21 Abs. 2 *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 19), KOM (2008) 704.

<sup>79</sup> Art. 21 Abs. 1, 31 *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 19), KOM (2008) 704.

<sup>80</sup> S. Ein Frühwarnsystem für die Finanzmärkte, FAZ v. 6.2.2009, S. 11.

<sup>81</sup> S. *Ausschuss für Wirtschaft und Währung*, Bericht über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen (Fn. 31), geänderter Erwägungsgrund 22, Art. 18 Abs. 1 (Änderungsvorschläge 21, 109).

<sup>82</sup> *Larosière report* (Fn. 52), Empfehlung 3, Rn. 67.

<sup>83</sup> *Jackson/Pan*, Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999-Part I, 56 Bus.Law. 653 (2001); *dies.*, Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe - Part II, 3 Va.L.& Bus.Rev. 207 *Köndgen*, Regulation of Banking Services in the European Union, in *Basedow/Baum/Hopt et al.* (ed.), *Economic Regulation and Competition of Services in the EU, Germany and Japan*, 2002, p. 27, 29 ff.

<sup>84</sup> *Möllers*, Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht, Vollharmonisierung, Generalklauseln und soft law im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, ZEuP 2008, 480; *ders.*, Sekundäre Rechtsquellen. Eine Skizze zur Vermutungswirkung und zum Vertrauensschutz bei Urteilen, Verwaltungsvorschriften und privater Normsetzung, in: *FS Buchner*, 2009, S. 649.



manche einen strengeren kooperativen Ansatz und wiederum andere eine eigene Europäische Agentur.<sup>85</sup>

Die Idee einer Europäischen Finanzaufsichtsbehörde ist höchst umstritten. Der jüngst erschienene *Larosière*-Bericht hält eine Europäische Aufsichtsbehörde für politisch nicht durchsetzbar. Dass ein Arbeiten mit 27 Finanzaufsichtsbehörden nicht effektiv sein kann, liegt aber auf der Hand. Als richtungweisendes Vorbild kann das Europäische Kartellrecht mit der zentral eingerichteten Europäischen Kartellbehörde dienen, welches in den letzten 50 Jahren seine Stärke auch im internationalen Kontext gegenüber weltweit agierenden Konzernen wie etwa Microsoft bewiesen hat. Im Vergleich zum Wettbewerbsrecht ist das Kapitalmarktrecht, wie die jetzige Finanzkrise zeigt, von höherer Relevanz. Will man das Kapitalmarktrecht ernst nehmen, bedarf es einer effektiven Umsetzung.<sup>86</sup> Dies ist zur Zeit noch die Achillesferse des europäischen Kapitalmarktrechts. Man sollte die Gunst der Stunde nutzen, um eine zentrale Aufsicht, vergleichbar mit den Kompetenzen der Generaldirektion Wettbewerb der europäischen Kommission, zu etablieren.<sup>87</sup>

## V. Ausblick

Die beteiligten Kreise betonten immer wieder, wie wichtig eine einheitliche weltweite Lösung ist. Dass man auf internationaler Ebene und in den USA und Europa so schnell Entwürfe für Regelwerke geschaffen hat, ist ohne Zweifel positiv zu werten. Die Arbeiten der IOSCO haben eine weitgehende Harmonisierung zwischen Europa und den USA ermöglicht, wobei aber in nicht unwichtigen Einzelfragen weiterhin jeweilige Sonderwege bestehen. Die Verringerung von Interessenkonflikten, die Einführung von Informationspflichten und staatlicher Überwachung von Ratingagenturen sind wichtige erste Schritte zur besseren Kontrolle von Ratingagenturen. Probleme wie die Konkretisierung einzelner Interessenkonflikte, die Unterscheidung verschiedener Risikoklassen oder eine effektive Überwachung auf europäischer statt auf nationaler Ebene wurden dagegen (noch) nicht mit der notwendigen Energie angepackt. Das höhere Risiko von strukturierten Finanzprodukten wie RMBS oder CDOs müssen Ratingagenturen dem Kapitalmarkt deutlicher als bisher publik machen – hier sind die gesetzlichen Neuerungen noch unzureichend.

<sup>85</sup> S. *CESR* (Fn. 26), *CESR/08-671*, No. 3.

<sup>86</sup> Zu Recht mahnt auch die *CESR* (Fn. 25), *CESR/08-671*, No. 4 an, dass bisher noch keine Regelungen zu Bußgeldern im *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen (Fn. 19), KOM (2008) 704 zu finden sind. Ebenfalls Sanktionen fordert der *Ausschuss für Wirtschaft und Währung*, Bericht über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen (Fn. 31) geänderter Erwägungsgrund 33 (Änderungsvorschlag 30) und *Larosière* Bericht (Fn. 52), Rn. 84.

<sup>87</sup> Das europäische Wettbewerbsrecht wurde nicht „renationalisiert“, s. Verordnung (EG) Nr. 1/2003 des Rates vom 16.12.2002 zur Durchführung der in den Artikeln 81 und 82 des Vertrags niedergelegten Wettbewerbsregeln, ABl. Nr. L 1 v. 4.1.2003, S. 1-25; A.A. aber *Larosière* Bericht (Fn. 52), Rn. 218.

Ohne solche Schritte könnten Ratings erneut fehlerhaft und die Investoren erkennen, dass sie auf den Schein des 21. Jahrhunderts herein gefallen sind.